



LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

N°8 / MARS 2015

FRANCE

DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE MEILLEURES

La reprise tant attendue en France semble de nouveau en vue, après trois années d'espoirs déçus et de stagnation économique. Mais cette année pourrait bien être différente des précédentes car la croissance bénéficie de trois nouveaux facteurs de soutien. Il s'agit tout d'abord de la baisse marquée du prix du pétrole: -50% pour le baril de Brent en dollars depuis juin 2014, ramenée à -40% en euros. Ensuite, il y a la nette dépréciation de la monnaie unique : près de -20% depuis mars 2014 contre le dollar mais seulement -5% mesurée en taux de change effectif nominal (c'est-à-dire en tenant compte des variations de l'euro contre les autres devises et de la structure du commerce extérieur de la zone ¹). Et enfin, il y a, à compter de mars 2015, l'engagement de la BCE dans une politique d'assouplissement quantitatif de grande ampleur (Quantitative Easing - QE).

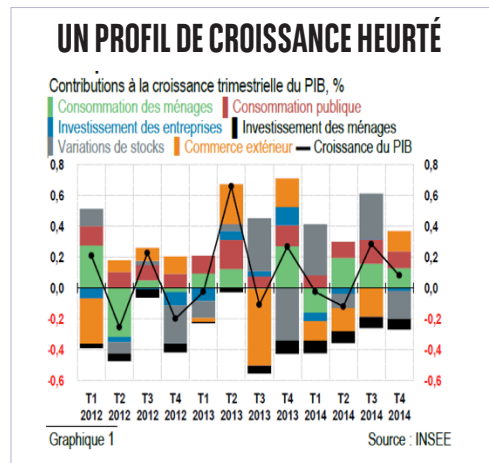
Les effets positifs attendus de ces évolutions transitent par la hausse du pouvoir d'achat des ménages, celle des profits des entreprises, l'amélioration de la compétitivité-prix des exportations et des conditions de financement dans et de l'économie. Tout cela entraîne aussi la confiance à la hausse et l'ensemble signifie plus de consommation, d'investissement, d'exportations, moins d'importations, et donc, in fine, plus de croissance. Et cette impulsion directe est accrue par l'effet bénéfique indirect du surcroît de croissance obtenu pareillement chez les partenaires commerciaux de la France, notamment ceux de la zone euro. De plus, ces évolutions favorables s'ajoutent à

d'autres facteurs de soutien préexistants. Il s'agit du niveau déjà très bas des taux d'intérêt français et aussi, et surtout, des efforts de relance de l'offre et de soutien de la demande via les pactes de compétitivité, d'une part, et de responsabilité et de solidarité, d'autre part, qui devraient commencer à porter leurs fruits. Par ailleurs, on s'attend aussi, depuis quelque temps déjà, à ce que le secteur de la construction sorte de son marasme actuel, ce qui ôterait un frein important à la croissance française.

La remontée récente, bien qu'encore hésitante, des enquêtes de confiance auprès des consommateurs et des entreprises appuie ce scénario de reprise. Sur la base du résultat de ses enquêtes pour janvier, la Banque de France prévoit ainsi 0,4% de croissance au premier trimestre 2015. Et l'année 2014 s'est terminée sur une note positive avec de fortes progressions, en décembre, de la production industrielle (+1,5% mois sur mois (m/m)), des ventes au détail (+1,5% m/m) et des exportations de marchandises (+1,8% m/m).

...mais avec d'importantes réserves

S'il y a de bonnes raisons d'être plus confiant quant aux perspectives de rebond de l'économie française, il y a aussi des réserves importantes. Nous nous attendons ainsi à ce que les effets nets et combinés sur la croissance de la baisse du prix du pétrole, de l'euro et des taux d'intérêt ne soient que



modérément positifs. Les raisons à cela sont nombreuses.

S'agissant du pétrole, pour commencer, l'effet positif de sa baisse est limité par le poids élevé des taxes dans le prix des carburants en France. Ce dernier baisse donc nettement moins que le prix du pétrole. L'effet est également atténué par le fait que l'économie française est relativement peu consommatrice de pétrole, et ce, en lien avec le poids élevé des services dans l'économie et l'importance du parc nucléaire. De plus, la baisse du prix du pétrole n'a pas que des aspects positifs. Elle intervient alors que l'inflation est déjà très faible, renforçant le risque de déflation. Et en tirant l'inflation en territoire négatif, alors que les taux d'intérêt nominaux sont proches de zéro, les conditions monétaires en termes

➡ Page 3 : crédit bancaire aux PME en France : état des lieux

➡ Page 4 : mécanisme européen de supervision unique : mode d'emploi



réels se trouvent durcies, ce qui pèse sur la croissance. Les conditions dans lesquelles le contre-choc pétrolier se produit ne sont pas neutres non plus. S'il résulte principalement d'un choc d'offre, qui est positif pour la croissance, il est aussi partiellement le reflet d'un tassement de la demande mondiale, qui est, lui, de moins bon augure. Par ailleurs, une telle baisse du pétrole redistribue les revenus de manière importante, en faveur des pays importateurs nets et en défaveur des pays exportateurs nets. Le surcroît de croissance chez les premiers est atténué par la moindre croissance chez les seconds, qui peuvent se trouver très déstabilisés par la disparition de la manne pétrolière.

S'agissant de l'euro, l'atténuation de l'effet positif de sa baisse tient tout d'abord au fait qu'elle intervient après une phase tendancielle d'appréciation, dont les conséquences négatives perdureront en 2015, sachant que la dépréciation met aussi du temps à produire ses propres effets. Et il ne suffit pas que l'euro se déprécie, même de manière importante comme vis-à-vis du dollar. D'une part, parce que la demande adressée est un déterminant des exportations plus important que le taux de change et la demande adressée à la France ne s'annonce, somme toute, que modérément plus dynamique. D'autre part, parce que, pour produire tous ses effets positifs, c'est le caractère permanent de la baisse de l'euro qui importe ou du moins la perception que les entreprises en ont. **Grâce à l'action de la BCE, la dépréciation de la monnaie unique devrait cependant durer.**

Par ailleurs, le faible degré d'ouverture de l'économie française, combiné à l'importance du commerce avec les autres pays de la zone euro², protègent le pays des variations de change, ce qui joue en sa défaveur lorsque celles-ci sont favorables. Un autre élément limitant les effets positifs sur la croissance d'une baisse du change tient à la réaction des entreprises exportatrices selon qu'elles privilégient un comportement de « parts de marché » ou de « marges ». Dans le premier cas, l'exportateur répercutera de manière importante la baisse du change sur ses prix. Ce que les entreprises françaises peuvent avoir intérêt à faire pour véritablement regagner des parts de marché, compte tenu de la sensibilité des exportations françaises aux variations du taux de change³. Un tel comportement est

favorable aux exportations mais défavorable à l'investissement du fait de l'écrasement des marges. Dans le deuxième cas, les entreprises peuvent profiter de la dépréciation du change pour reconstituer leurs marges, ce qui serait aussi bénéfique à l'investissement mais l'effet dopant pour les exportations s'en trouverait, à son tour, amoindri.

Ensuite, **la baisse de l'euro, si elle rend les exportations meilleur marché, renchérit le prix des importations, ce qui tire vers le haut les coûts de production et les prix à la consommation.** Cependant, dans la configuration actuelle, ce n'est pas problématique dans la mesure où cette hausse des coûts de production est plus que contrebalancée par la baisse induite du recul du pétrole tandis que l'effet « inflation importée » permet d'atténuer le risque de déflation⁴.

En ce qui concerne le QE de la BCE, c'est un soutien non négligeable mais pas majeur pour la France dans la mesure où les taux d'intérêt sont déjà très bas et où la progression du crédit est positive. On ne peut pas non plus compter sur un effet richesse, inexistant en France. L'effet attendu le plus important transiterait par la baisse induite de l'euro, la remontée de la confiance et des anticipations d'inflation (écartant le risque de déflation) et par le gain de croissance, chez les partenaires de la zone euro les plus en difficulté, obtenu grâce au QE et à toutes les autres mesures de soutien de la BCE.

Nous estimons l'impact combiné net (des effets positifs moins les négatifs) à environ **un demi-point de croissance en plus en 2015 et de même en 2016.** Après 0,4 % en 2014 (comme en 2013 et 2012), cela permettrait à la croissance de légèrement dépasser 1% en 2015 avant de s'approcher de 2% en 2016. 2015 apparaît comme une année préparatoire, au cours de laquelle la reprise doit enclencher la première vitesse – la variable clé à surveiller étant l'investissement – avant de pouvoir passer au moins la deuxième vitesse en 2016, qui serait l'année du véritable décollage de l'activité, sur une base auto-entretenu. Ce retour de la croissance marquerait aussi le succès de la politique de l'offre promue par le gouvernement, même si elle aura été bien aidée par l'impulsion donnée à la demande par

la baisse du prix du pétrole, de l'euro et des taux d'intérêt.

Cependant, au regard de l'expérience des trois années passées, **la reprise aujourd'hui envisagée en 2015 ne peut encore être tenue pour acquise.** Les risques haussiers sur la croissance ont certes fait leur réapparition aux côtés des risques baissiers mais la balance continue de pencher du côté de ces derniers. **La croissance française reste, en effet, entravée par le niveau élevé du chômage et du déficit budgétaire (qui alimente l'épargne de précaution), par la compétitivité dégradée et le manque de confiance.** La baisse du pétrole, de l'euro et l'action de la BCE interviennent, par ailleurs, dans un contexte difficile et plein d'incertitudes. Et si le rythme prévu de croissance s'élève en France, il reste encore faible et fragile et à la traîne de celui enregistré par la zone euro, que nous anticipons plus près de 1,5% que de 1%. Dans ce contexte, nous ne prévoyons pas de baisse du taux de chômage avant la fin de l'année.

Hélène BAUDCHON

helene.baudchon@bnpparibas.com

Recherche économique Groupe, BNP Paribas

1 - La variation du taux change effectif pour la France est identique.

2 - La part dans le PIB des exportations françaises de biens et services à destination des pays hors zone euro est proche de 20% et, une fois corrigée du contenu en imports, légèrement inférieure à 15%. Les mêmes chiffres pour l'Allemagne, par exemple, sont, respectivement, proches de 35% et 20%. Source : Commission européenne, Perspectives économiques, printemps 2015.

3 - L'INSEE estime l'élasticité-prix des exportations françaises à 0,7 contre 0,3 pour l'Allemagne.

4 - L'effet baissier sur l'inflation du contre-choc pétrolier l'emporte toutefois sur l'effet haussier de la dépréciation de l'euro. Dans sa Note de conjoncture de décembre 2014, l'INSEE estime ainsi l'impact net à -0,5 point à l'horizon de juin 2015.



CRÉDIT BANCAIRE AUX PME : LA FRANCE TOUJOURS CHAMPIONNE D'EUROPE

Année après année, mois après mois, les statistiques de la Banque de France et de la BCE montrent que la France reste en Europe le pays le mieux servi par ses banques pour financer son économie.

Après une croissance des encours pour le secteur non financier (ménages et sociétés non financières confondus) de 1,7% en 2009, au lendemain de la crise des subprimes, puis de 1,7% en 2012, lors de la crise des dettes souveraines, cette croissance s'est poursuivie en France en 2014 alors que les crédits à l'économie ont au contraire diminué ou au mieux stagné dans les autres pays de la zone euro, y compris en Allemagne, pendant toutes ces années.

2000 milliards d'euros d'encours de crédit à l'économie en 2014

L'encours global du secteur privé non financier a ainsi progressé de 2,3% en France l'an dernier, selon les statistiques de la Banque de France, une hausse nettement supérieure à la croissance française. Il a même pour la première fois dépassé la barre des 2000 milliards d'euros, pour s'établir à 2 018 milliards à fin 2014, contre 1 969 milliards en 2013.

Cette dynamique positive s'est encore vérifiée au 4ème trimestre 2014, non seulement pour les crédits aux particuliers mais aussi pour les crédits aux sociétés non financières.

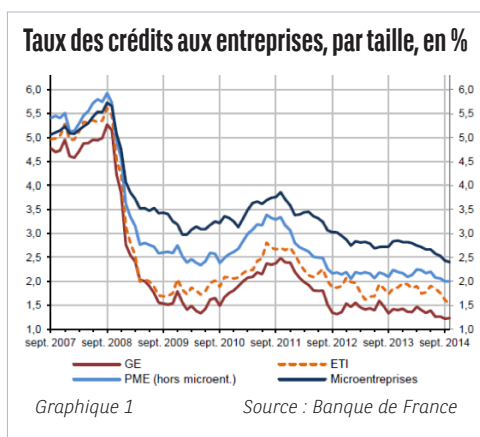
Progression annuelle de 1,7% des crédits mobilisés par les PME

L'encours de crédits aux sociétés non financières était au total de 835 milliards d'euros à fin janvier 2015, soit une hausse de 2,6% sur un an¹. Les crédits nouveaux octroyés par les banques ont représenté 18,4 milliards en janvier 2015² (corrigé des variations saisonnières) et quasiment 184 milliards durant l'année 2014. A titre de comparaison, le financement participatif a permis de lever au total 152 millions d'euros en France en 2014³, pour les particuliers et pour les entreprises.

Avec 372 milliards d'encours de crédits mobilisés (part des lignes de crédits effectivement utilisée) à fin décembre 2014, les PME concentrent à elles seules plus de la moitié des encours de crédits mobilisés par

les entreprises, avec une croissance de + 1,7% sur l'année⁴.

Les statistiques de la Banque de France montrent en outre que les entreprises, y compris les PME, bénéficient de conditions financières favorables, avec des taux en baisse continue. Entre juin et septembre 2014, les taux de crédits ont ainsi baissé pour toutes les catégories de taille d'entreprises, et en particulier d'environ 20 points de base pour les PME et les micro-entreprises. (cf. graphique 1).



Taux des crédits aux entreprises, par taille, en %

Corollaire de la progression des encours, les entrepreneurs français qui sollicitent de nouveaux crédits obtiennent largement satisfaction. Au quatrième trimestre 2014, l'accès au crédit des PME est même en progression, que ce soit pour les crédits d'investissement ou, fait notable, pour les crédits de trésorerie⁵.

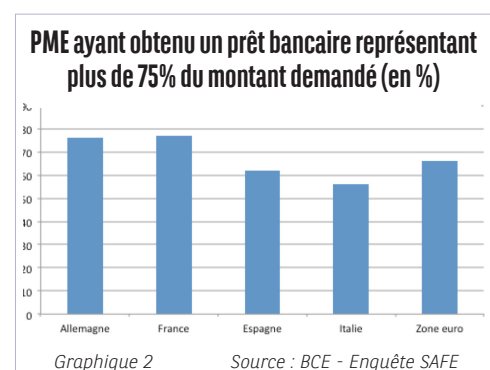
L'accès au crédit d'investissement reste ainsi à un niveau très élevé puisque 93 % des PME obtiennent, en totalité ou à plus de 75 %, les financements souhaités, tandis que l'accès au crédit de trésorerie des PME s'améliore nettement sur un an : 79 % des PME obtiennent totalement ou en grande partie les crédits demandés, contre 68 % au quatrième trimestre 2013.

Cet accès satisfaisant au crédit en France intervient cependant dans un contexte où la demande reste faible. La Banque de France constate qu'au cours du quatrième trimestre 2014, la demande de nouveaux crédits de la part des PME (hors TPE) reste quasiment

stable par rapport à la fin d'année précédente. Alors que la part des PME déclarant demander des lignes de crédit est stable, à 37 %, comme au trimestre précédent, la demande de nouveaux crédits de trésorerie diminue très légèrement puisque 6 % des PME ont demandé un crédit contre 7 % au troisième trimestre, tandis que la demande de nouveaux crédits d'investissement s'oriente timidement à la hausse, avec 21 % de PME formulant une demande au quatrième trimestre 2014 contre 20 % le trimestre précédent.

Taux d'obtention des crédits parmi les plus élevés de la zone euro

Au final, les PME françaises sont parmi les mieux loties en Europe. Sur la base de l'enquête conduite par la BCE deux fois par an sur l'accès au financement d'environ 11 000 PME (Survey on the access to finance of enterprises, SAFE), on constate ainsi que le taux de réponses positives entre avril et septembre 2014 (dernières données BCE disponibles) est plus élevé en France qu'en Allemagne, en Espagne ou en Italie (cf. graphique 2).



Hubert d'ETIGNY

hubert.detigny@bnpparibas.com

Affaires institutionnelles Groupe, BNP Paribas

1 - Banque de France, Stat info, crédits aux sociétés non financières, 4 mars 2015

2 - Idem

3 - Source association Financement Participatif France

4 - Banque de France, Stat info, les crédits aux entreprises (encours) - France, 6 février 2015.

5 - Banque de France, Stat info, enquête trimestrielle auprès des entreprises sur leur accès au crédit en France, 4ème trimestre 2014, 19 janvier 2015



SUPERVISION EUROPÉENNE UNIQUE : MODE D'EMPLOI

Une étape décisive pour renforcer l'Union bancaire

L'Union bancaire européenne est une nouvelle étape très importante de la construction européenne : elle crée un dispositif européen unique pour la supervision des banques et prévoit des solutions en cas de défaillance. Depuis le 4 novembre 2014, la Banque centrale européenne (BCE) est chargée de la supervision directe de toutes les banques importantes de la zone euro à travers la mise en place d'un mécanisme de supervision unique (MSU), premier pilier de l'Union bancaire. En parallèle, les travaux se poursuivent pour mettre en place un mécanisme de redressement et de résolution européen (MRU), second pilier, qui offrira des solutions pour éviter l'intervention des Etats en cas de difficultés graves d'une banque. L'Union bancaire sera finalisée par la mise en œuvre d'un mécanisme unique de garantie des dépôts, son troisième et dernier pilier.

Qui pilote la supervision bancaire européenne et quels en sont les objectifs?

La BCE pilote le MSU, dont les trois objectifs principaux sont de garantir la solidité du système bancaire européen et la sauvegarde des banques sans faire appel à l'argent public, d'accroître l'intégration et la stabilité financière et enfin d'assurer une surveillance cohérente et harmonisée des établissements bancaires.

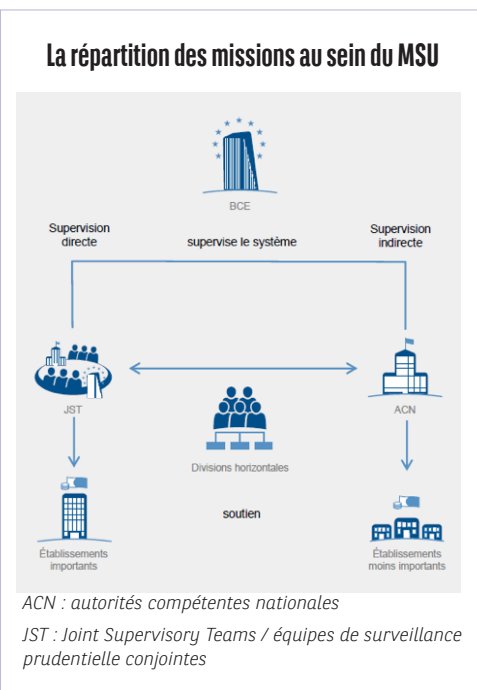
Quels établissements sont supervisés par la BCE ?

Les 19 pays membres de la zone euro participent au mécanisme, impliquant la supervision de 4 900 banques européennes. La supervision de la BCE s'exerce de deux manières : une supervision indirecte pour les établissements « moins significatifs » par les autorités nationales et sous le contrôle de la BCE, et une supervision directe pour les groupes dits « significatifs » (actifs supérieurs à 30 milliards d'euros, ou principaux établissements à l'échelle nationale) et l'ensemble de leurs filiales bancaires de l'Eurozone, ce avec l'aide des autorités nationales.

Sur les 120 groupes bancaires supervisés directement par la BCE, on compte 10 groupes français, soit plus de 90% du marché bancaire français.

Les autorités de supervision nationales ont-elles pour autant disparu ?

Non. Les autorités nationales continuent d'exercer leur contrôle sur les établissements non supervisés en direct par la BCE. De plus, la BCE s'appuie sur les autorités nationales dans l'exercice de ses missions. **Pour chaque banque supervisée par la BCE, une équipe dédiée est mise en place.** Elle comprend, en plus de membres permanents appartenant à la BCE, des correspondants locaux dédiés, situés au sein des autorités de supervision nationales. Cette équipe est dirigée depuis Francfort par un coordinateur appartenant à la BCE. Par ailleurs, **les autorités nationales restent directement en charge des missions de supervision qui n'entrent pas dans le périmètre de compétence du MSU** (protection des intérêts de la clientèle, lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme, supervision des établissements financiers non bancaires, ...).



Comment la BCE s'est-elle préparée à l'exercice de ce nouveau mandat ?

La BCE a lancé, début 2014, un examen d'une envergure sans précédent, qui était composé d'une revue de la qualité des actifs et d'un test de résistance (« stress tests ») des 120 plus importants groupes bancaires européens. Les résultats ont été globalement bons. Le Gouverneur de la Banque de France, Christian Noyer, s'est félicité des résultats des banques

françaises : « ils confirment la solidité et la confiance que nous pouvons avoir dans notre système bancaire (...) et prouvent que leur modèle universel, la diversification de leurs activités et leur gestion rigoureuse des risques sont des atouts qui leur permettent de présenter des bilans solides, capables de résister à des chocs très sévères ». En disposant d'une telle quantité d'informations sur le système bancaire européen, la BCE est désormais en mesure d'apporter un véritable diagnostic, qui lui permettra de mieux anticiper les risques et de définir les priorités en matière d'actions de supervision.

Quelles sont les principales missions de supervision de la BCE ?

La BCE est compétente pour autoriser et retirer les agréments des établissements de crédit, valider les demandes d'implantation (succursales) dans les pays non-participants mais aussi les prises de participations dans les banques et la qualité des dirigeants. Elle doit appliquer les dispositions relatives à la réglementation prudentielle, effectuer des missions de contrôles et des tests de résistance ; elle peut imposer des exigences supplémentaires en matière de fonds propres ou de liquidité. Elle est enfin chargée de la vérification des plans de redressements et le cas échéant, de la décision en matière de mesures d'intervention précoces.

Comment garantir l'indépendance des missions de supervision et de politique monétaire de la BCE ?

Un comité de surveillance présidé par la BCE où siègent les autorités nationales a été créé pour décider de la supervision des banques. Les décisions du comité sont validées par le Conseil des Gouverneurs de la BCE.

Quels seront les effets sur les clients et les banques ?

Les avantages pour les clients sont évidents : un système bancaire européen plus sécurisé et davantage de transparence dans l'offre de services.

Quant aux banques, elles disposeront d'un ensemble de règles plus cohérentes et d'une supervision enfin coordonnée au niveau européen.

Aline BARROUSSEL

aline.barroussel@bnpparibas.com

Affaires prudentielles Groupe, BNP Paribas

